

Document downloaded from the institutional repository of the University of Alcalá: <http://dspace.uah.es/dspace/>

This is a postprint version of the following published document:

Ribas-Ferrer, V. (2013) "La Financiación de Proyectos como marco de referencia integrador de contratos del proyecto y contratos financieros", Revista de Derecho Mercantil, n. 289, pp. 217-245.

© 2013 Editorial Aranzadi

Universidad
(Article begins on next page)
de Alcalá



This work is licensed under a

Creative Commons Attribution-NonCommercial-NoDerivatives
4.0 International License.

Vicenç Ribas Ferrer

Profesor de Derecho mercantil, UAH

La Financiación de Proyectos como marco de referencia integrador de contratos del proyecto y contratos financieros

Resumen.- El artículo analiza la Financiación de Proyectos o *project finance* como una operación de estructura contractual compleja en su doble aspecto económico y financiero. En el trabajo se examina el conjunto de contratos que se agrupan en torno al proyecto desde la perspectiva de su financiación. El hecho de que la operación precise considerables sumas de capital y de que su financiación esté basada en los recursos que vaya a generar la explotación del proyecto, comporta que todos los contratos se entrelacen con el fin de repartir los riesgos y asegurar el retorno de los créditos a partir del éxito de la operación, además de prevenir el eventual incumplimiento de las obligaciones contraídas.

Abstract.- The article analyzes the project finance as a complex contractual structure operation in its both economic and financial sense. The paper examines the set of contracts that gather around the project from the perspective of its funding. The fact that the operation requires considerable amounts of capital and their financing is based on the cash flow forecast of the project, implies that all contracts are interconnected in order to assign the risks and ensure the return of the credits from the success of the operation, as well as prevent any breach of the obligations assumed.

Palabras clave.- Financiación de Proyectos, contrato de construcción del proyecto, contratos de operación y mantenimiento, contratos de compraventa y suministro, contratos de seguros, contratos de préstamo y de crédito, garantías personales, garantías reales.

Keywords.- Project finance, Engineering, Procurement and Construction Contract (EPC), Operation and maintenance agreements (O&M), Input contracts / supply agreements, Off-take sales contracts, Risk insurance, Loan / credit agreements, Security agreements: Guarantees, Project collateral.

Sumario.-

I. INTRODUCCIÓN.- 1. *Caracterización de la Financiación de Proyectos.*- 2. *Elementos de la Financiación de Proyectos.*- 3. *La 'due dilligence'.*

II. CONTRATOS DE EJECUCIÓN Y EXPLOTACIÓN DEL PROYECTO.- 1. *Contratos para la construcción del Proyecto.*- 2. *Contratos de la fase de operación y mantenimiento, compraventa y suministro.*- 3. *Contratos de seguros y otros contratos.*

III. CONTRATOS FINANCIEROS Y DE GARANTÍAS.- 1. *El contrato de crédito sénior.*- 2. *Otros contratos financieros.*- 3. *Garantías personales de los Promotores o Sponsors.*- 4. *Garantías reales otorgadas por la Sociedad Vehículo y sus socios o accionistas.*

IV. CONSIDERACIÓN FINAL.- V. BIBLIOGRAFÍA.

I. INTRODUCCIÓN

1. Caracterización de la Financiación de Proyectos

1. **Definición de la Financiación de Proyectos.**- La expresión Financiación de Proyectos (*Project finance*) se usa para referirse a aquellas estructuras financieras con recurso limitado de los promotores en las que "*deuda, capital y garantías se armonizan*" con la finalidad de construir y explotar infraestructuras o establecimientos industriales que requieren de la concurrencia de capital intensivo.¹ La financiación tiene como objeto el denominado *Proyecto*. Este constituye una iniciativa empresarial que precisa de un alto componente de financiación y que normalmente comporta la construcción de instalaciones y su puesta en funcionamiento y explotación.

2. **Características distintivas.**- La Financiación de Proyectos presenta dos características diferenciales.² Por un lado, los promotores del negocio asumen una *contribución reducida o nula* en la financiación del establecimiento. Esta razón explica que las Entidades Financieras no cuentan (al menos, de forma sustancial) con sus activos para garantizar el cobro del crédito.³ Por otro, las Entidades Financieras conceden el crédito en base a los *activos del Proyecto* y en su *capacidad de generar los recursos* financieros suficientes para amortizar totalmente la deuda según el calendario pactado.⁴ La relevancia del proyecto

¹ HOFFMAN, *The Law and Business of international project finance* (2008) §1.01; v. ibi, definiciones alternativas y amplia bibliografía sobre el tema.

² V. HOFFMAN, *The Law and Business of international project finance* (2008) §§1.06, diferenciando la figura estudiada con otros tipos de financiación (*balance sheet finance; asset-basset finance*); VAÑÓ, *El contrato de 'Project finance'* (2002) 134-142; DE MUNS / SAAVEDRA, *RDMV*, núm. 10 (2012) 165-171.

³ V. HOFFMAN, *The Law and Business of international project finance* (2008) §§1.03 y 1.04 (*nonrecourse y limited recourse project finance*). ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 117; FERNÁNDEZ-PICAZO / DEL PESO / ELORZA, *Tratado de energías renovables* (2010) 386; LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 522-3.

⁴ HOFFMAN, *The Law and Business of international project finance* (2008) §1.01 señala que en estas operaciones, "los prestadores basan su valoración del crédito en los beneficios esperados del funcionamiento del establecimiento, más que en los activos o en el crédito del promotor de la instalación y confían en los activos del negocio, incluyendo cualquier contrato que produzca ingresos así como otros flujos de caja generados por el negocio, como garantía de la deuda". Para ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 117, la forma de financiación denominada *financiación de proyectos (Project finance, FP)* se utiliza primordialmente en "la construcción y puesta en marcha de activos productivos que tienen asegurada la generación estable de ingresos o flujos de caja a partir de su explotación comercial, bien por ley o por disposición contractual". En un sentido próximo, FERNÁNDEZ-PICAZO / DEL PESO / ELORZA, *Tratado de energías renovables* (2010) 386, señalan que en "la Financiación de Proyectos una o varias Entidades Financieras prestan a un tercero los fondos necesarios para el desarrollo y explotación de un derecho o un activo de su titularidad, confiando para el recobro del préstamo en los propios ingresos que la explotación de dicho derecho o activo generará en un futuro". Como señala, CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 83, la relevancia de los flujos de caja y su recurso limitado, "tiene como resultado que el banco financiador, en cierta manera, se convierte en inversor en el proyecto, asumiendo una parte de los riesgos de él, en última instancia, de su

se sustenta, pues, en la *capacidad del negocio de generar flujos de caja*, más que en la preeminencia del promotor o en los activos que integran el Proyecto.

⁵ La clave que posibilita la inversión y genera confianza entre las partes tiene su origen en la existencia "de un marco legal o contractual estable, que aporte certeza sobre su nivel de ingresos futuros".⁶

3. Ventajas y desventajas de la Financiación de Proyectos.- La Financiación de Proyectos posibilita la ejecución de inversiones que precisan una significativa cantidad de recursos financieros, que normalmente no están a disposición de los promotores de la iniciativa.⁷ Para las corporaciones estables y con una alta capitalización, la estructura de Financiación de Proyectos les permite comprometerse en inversiones elevadas con la adopción de un riesgo reducido.⁸ Entre otras ventajas que presenta esta estructura, destacan las siguientes.⁹ Primero, no imponen al Promotor *obligaciones de garantizar el pago de la deuda* del Proyecto en caso de que los ingresos derivados de su puesta en marcha sean insuficientes para cubrir los pagos de principal e intereses.¹⁰ Segundo, evita los efectos negativos de la *consolidación contable* financiera, en la medida que no tiene que incluir obligaciones de pago que comprometan su solvencia. Tercero, el Promotor tiene capacidad de financiar el negocio con un *alto apalancamiento de deuda* y, por tanto, permite limitar los recursos propios en términos de capital, contando que la deuda subordinada

éxito". LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 522, caracterizan el *project finance* "como una herramienta o alternativa de financiación estructurada dónde el repago de la financiación depende casi exclusivamente del éxito del proyecto, produciéndose el pago de la deuda por medio de los ingresos presentes y futuros del proyecto. En este tipo de transacciones se produce una verdadera desviación en los procesos de decisión crediticia, basados normalmente en la capacidad de repago del deudor". V. también, AZPITARTE, *RDBB*, núm. 81 (2001) 106.

⁵ Con todo, como indica CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 84, la relevancia de los flujos de caja como recurso de la financiación del proyecto, "no se encuentra únicamente en los *Project Finance*. En las financiaciones inmobiliarias para la construcción y operación de inmuebles cuya explotación o arrendamiento genera directamente unos ingresos (hoteles, centros comerciales, edificios de oficinas) o en las financiaciones de operaciones de *sale and lease back*, también encontramos que la generación de ingresos es la única fuente de fondos (sea por el alquiler o por la operación directa del inmueble) para la amortización del crédito, si bien es cierto que, en términos de garantizar la financiación, los activos inmobiliarios son más versátiles y tiene un mayor valor intrínseco que los activos de un proyecto".

⁶ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 118.

⁷ VAÑÓ, *El contrato de 'Project finance'* (2002) 131-4;. ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 117; LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 548.

⁸ HOFFMAN, *The Law and Business of international project finance* (2008) §§1.09. V. ARIAS, *RDP*, núm. 23 (2012) 211.

⁹ V. HOFFMAN, *The Law and Business of international project finance* (2008) §§1.09 [1-12]. LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 548.

¹⁰ LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 521, 523: los promotores del proyecto "ven limitada de forma importante su responsabilidad patrimonial en el mismo ya que no asumen o lo hacen en menor medida que otras formas de financiación tradicionales, obligaciones directas frente a las entidades financiadoras relativas al repago o amortización del principal y pago de intereses".

puede servir de sustituto de capital en determinados proyectos.¹¹ Cuarto, el crédito se concede en *condiciones favorables* (o, al menos, asumibles), en términos de tipos de interés y garantías exigidas. Quinto, la Financiación de Proyectos permite al Sponsor *compartir el riesgo* con todos los participantes en el negocio, incluyendo a los financiadores.¹² Por el contrario, esta estructura financiera también presenta ciertos inconvenientes, entre los que destacan los que siguen.¹³ En primer lugar, la *distribución del riesgo presenta una alta complejidad*, en un ámbito en el que en el negocio hay muchos participantes y con intereses distintos. El riesgo que soporta el prestamista aumenta considerablemente, lo cual incrementa los *costes del proceso de financiación* y, en particular, de *due diligence*. Los tipos de *interés y las comisiones* pueden ser más altas que en una financiación corporativa. Las Entidades Financieras imponen un *alto grado de supervisión* en la gestión y operación del Proyecto.¹⁴ En fin, la financiación *sin recurso* trae consigo que las *coberturas de seguro* sean más altas que en los medios comerciales normales.

4. Ámbitos de actuación.- Los ámbitos de actuación comunes en los que se desarrolla la Financiación de Proyectos son fundamentalmente las *infraestructuras y la energía*. Entre otros mercados, esta metodología se ha usado para financiar negocios de generación de energía, oleoductos, almacenamiento y refinerías, minería, autovías y autopistas, tratamiento de residuos, industria de agua, telecomunicaciones, puertos y aeropuertos, estadios deportivos, producción de etanol, etc.¹⁵ Dentro del sector de la energía, los proyectos de *energías renovables* se caracterizan por la aplicación del denominado *régimen especial* que garantiza a los productores la venta de toda la energía generada a un precio determinado previamente y, en parte, subvencionado.¹⁶ Tales proyectos permiten una estimación razonable de sus

¹¹ Como señala LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 525, la sociedad acreditada soporta un nivel de endeudamiento alto que, en general, oscila entre el "60% y 80% de la deuda, siendo el resto, recursos propios aportados por los socios". La estructura de recursos ajenos puede estar formada por subvenciones, financiación principal o sénior y en algunos supuestos de un gran volumen de deuda, recurso a los mercados de capitales, ya sea por emisión de títulos de renta fija, ya por titulización de activos de la Sociedad Proyecto (id., pp. 546-7).

¹² Sobre los riesgos derivados de la Financiación de Proyectos, v. HOFFMAN, *The Law and Business of international project finance* (2008) §§2 y 3. V. también, CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 86-88.

¹³ V. HOFFMAN, *The Law and Business of international project finance* (2008) §§1.10 [1-7]; LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 548-9.

¹⁴ FERNÁNDEZ-PICAZO / DEL PESO / ELORZA, *Tratado de energías renovables* (2010) 386, señalan que "las Entidades Financieras precisan realizar un férreo control sobre los activos del Proyecto y sobre los ingresos generados por éste, a la vez que vigilan que los gastos se mantenga dentro de los márgenes inicialmente previstos".

¹⁵ V. HOFFMAN, *The Law and Business of international project finance* (2008) §§1.12.

¹⁶ FERNÁNDEZ-PICAZO / DEL PESO / ELORZA, *Tratado de energías renovables* (2010) 388, definen el Proyecto en energías renovables como el "conjunto de licencias, permisos, autorizaciones, activos y obligaciones (tanto legales como contractuales), que permiten la construcción -y que permitirán en el futuro la explotación- de una planta de generación de energía renovable se constituye, a efectos de su financiación, en una unidad indivisible y aislada -en el seno de la Sociedad Proyecto- que se denomina Proyecto". V. también, CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 82. Sobre el

costes de construcción y mantenimiento a largo plazo y no requieren mano de obra intensiva, ni una complejidad técnica relevante.

5. Condiciones para la Financiación de Proyectos.- El cumplimiento de una triple condición se presenta como necesaria para la evaluación positiva del proyecto por parte de las Entidades Financieras. Por un lado, el Proyecto debe tener una *capacidad de generar ingresos futuros* que en volumen y periodicidad permitan afrontar las obligaciones financieras a la Sociedad Proyecto.¹⁷ De la misma manera se precisa disponer de una *previsión de los gastos* que vayan a tener lugar durante el período de repago de la deuda financiera, de forma que se disponga de una estructura de costes de ejecución y explotación razonablemente estable.¹⁸ Finalmente, las Entidades Financieras tratarán de *aislar el Proyecto* de todo riesgo que no esté relacionado con la ejecución del Proyecto y que pudiera influir en la generación de ingresos.¹⁹

2. Elementos de la Financiación de Proyectos

6. Sujetos.- La Financiación de Proyectos aglutina un amplio número de partes involucradas, entre las que destacamos las más relevantes.²⁰ El Promotor del Proyecto (*Project Sponsor*) es aquella entidad o grupo de personas interesadas en el desarrollo del Proyecto y que se beneficiará del resultado final derivado de la construcción y operación del Proyecto.²¹ La Sociedad Vehículo o Sociedad Proyecto (*Project Company*) es una sociedad constituida con el propósito específico (*Special Purpose Vehicle*) de construir y explotar el Proyecto y con el fin de recibir los fondos de financiación necesarios para desarrollar su objeto.²² Las Entidades Financieras son las

régimen tarifario de las energías renovables, v. CAZORLA, *Tratado de energías renovables* (2010) 119-146. ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCCom*, núm. 51 (2009) 118; FERNÁNDEZ-PICAZO / DEL PESO / ELORZA, *Tratado de energías renovables* (2010) 386.

¹⁷ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCCom*, núm. 51 (2009) 118; FERNÁNDEZ-PICAZO / DEL PESO / ELORZA, *Tratado de energías renovables* (2010) 387.

¹⁸ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCCom*, núm. 51 (2009) 118; LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 525.

¹⁹ FERNÁNDEZ-PICAZO / DEL PESO / ELORZA, *Tratado de energías renovables* (2010) 387, señalan que a estos efectos, la figura que suele emplearse "consiste en la constitución de una sociedad *ad hoc*, cuyo objeto exclusivo es la construcción y explotación del Proyecto y que aglutine todos los derechos y relaciones contractuales que conforman el mismo". LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 524.

²⁰ Para una visión amplia de los participante en estas estructuras, v. HOFFMAN, *The Law and Business of international project finance* (2008) §5, dónde, además de los sujetos apuntados arriba, llama la atención de otras partes con papeles relevantes en la financiación. Entre ellos, analiza la posición de los tenedores de bonos (adquieren deuda del Proyecto en forma de bonos), agencias internacionales o bilaterales, agencias de *rating*, proveedores, contratistas, prestadores de servicios, asesores financieros, técnicos, abogados, instituciones públicas, aseguradoras, etc.

²¹ HOFFMAN, *The Law and Business of international project finance* (2008) §5.01; CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 84-86; LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 526-7.

²² ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCCom*, núm. 51 (2009) 119; FERNÁNDEZ-PICAZO / DEL PESO / ELORZA, *Tratado de energías renovables* (2010) 387; LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 526. Para estos autores, la

proveedoras de los recursos financieros a la Sociedad Vehículo. Normalmente se agrupan en un sindicato con el fin de gestionar eficazmente su relación interna y la relación con la parte deudora u obligada (Sociedad Vehículo y, eventualmente, el Promotor).²³

7. Proceso de financiación.- La Financiación de Proyectos puede analizarse como un proceso en el que se desarrollan actos de preparación de la financiación, el antecedente de los acuerdos financieros, que normalmente son contratos de duración en el tiempo y en los que se establecen los mecanismos de gobierno de la relación entre las partes hasta el momento en que se haya amortizado totalmente el crédito concedido.²⁴ En este proceso de concesión y ejecución del crédito se pueden distinguir tres elementos. En primer lugar, se produce una *fase de análisis y valoración de riesgos*.²⁵ Los riesgos están relacionados con la incertidumbre que pueda generar un coste, una pérdida o un daño.²⁶ En esta dirección, la fase preliminar de la Financiación de Proyectos está orientada a la distribución de los riesgos y a reducir la incertidumbre. Uno de los procesos de identificación de los riesgos se da a través de la denominada *due diligence*.²⁷ En segundo lugar, se desarrolla una *planificación contractual del negocio* que asegure la construcción, mantenimiento y explotación del Proyecto en los términos acordados.²⁸ Finalmente, las entidades prestadoras elaboran una *planificación financiera* que precise con razonable certeza el volumen de deuda, junto a las condiciones y el calendario de repago de la misma.²⁹

sociedad de responsabilidad limitada es la forma societaria más común que se utiliza, junto a las uniones temporales de empresas (UTES). V. también HOFFMAN, *The Law and Business of international project finance* (2008) §5.02; VAÑÓ, *El contrato de 'Project finance'* (2002) 144-156.

²³ V. infra, §26.

²⁴ Desde el punto de vista de la evolución del proyecto, pueden diferenciarse tres etapas. La primera se refiere a la planificación del proyecto, dónde se desarrollan los estudios de viabilidad y de análisis de riesgos. La segunda coincide con la construcción del proyecto, cuyos riesgos son imputados a los socios y su cobertura tiene lugar mediante las correspondientes pólizas de seguro. La finalización de la construcción resulta ser un hito clave para iniciar la tercera fase, de explotación y consiguiente generación de ingresos. En esta etapa se presta especial atención, de un lado, a las labores de Operación y Mantenimiento (O&M), y, de otro, al control sobre la actividad económica y a los ratios de endeudamiento pactados. V. LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 530-1; CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 89-97.

²⁵ Para un análisis más detallado, v. HOFFMAN, *The Law and Business of international project finance* (2008) §2 (*Project finance risks*), §3 (*Project finance cross-border risks*) y §4 (*Project finance commercial risks*). V. también LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 536-40, quienes siguen la estructura del análisis de riesgos delimitando su definición, imputación y cobertura.

²⁶ HOFFMAN, *The Law and Business of international project finance* (2008) §2.01.

²⁷ V. infra, I.3.

²⁸ V. infra, II. FERNÁNDEZ-PICAZO / DEL PESO / ELORZA, *Tratado de energías renovables* (2010) 388, señalan que se trata de establecer "una estructura contractual no financiera que asigne los riesgos del Proyecto a cada una de las partes involucradas en el mismo".

²⁹ V. infra, III. FERNÁNDEZ-PICAZO / DEL PESO / ELORZA, *Tratado de energías renovables* (2010) 389, entiende que es preciso el "establecimiento de una estructura

3. La *due diligence*

8. **Introducción.-** El proceso de *due diligence* consiste en un análisis interdisciplinar con intervención de especialistas legales, técnicos, medioambientales y financieros.³⁰ Su objetivo va dirigido a detectar situaciones que pudieran hacer peligrar la viabilidad y los fines del Proyecto.³¹ Este análisis preliminar revisa exhaustivamente los riesgos e idoneidad del Proyecto para ser financiado mediante una estructura de Financiación de Proyectos, así como su viabilidad en términos de generación de ingresos y de limitación de gastos previsibles.³²

9. **Comprobación técnica.-** El asesor técnico analiza la *solventia técnica de las partes* que intervienen en el Proyecto, así como las estimaciones del promotor (inversión, gastos e ingresos) incorporadas al *Modelo financiero o Caso base*.³³ A través del Modelo financiero se estima económicamente el desarrollo del proyecto durante todo el periodo de financiación. Por lo tanto, tiene en cuenta los ingresos que obtendrá el Proyecto una vez sea operativo (venta, subvenciones, extraordinarios, etc.); las cargas financieras del proyecto con todos los gastos previsibles; el importe total de la financiación; el calendario de amortización, y los ratios de cobertura del servicio de la deuda.³⁴

contractual financiera compleja que regule el otorgamiento de la financiación, pero que también acote el margen de actuación de la Sociedad Proyecto, de modo que permita a las Entidades Financieras adquirir el control del Proyecto si fuese necesario para el buen fin del mismo o para el repago de la deuda".

³⁰ HOFFMAN, *The Law and Business of international project finance* (2008) §4.02[2].

³¹ HOFFMAN, *The Law and Business of international project finance* (2008) §4.02[2]; WONG / MARKS, *Energy and Environmental Project Finance* (2010) 137-8. Para ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 120, se trata de in proceso de revisión "legal, técnico y financiero que llevan a cabo las Entidades Financieras sobre el Proyecto" con el fin de comprobar que se cumplen las premisas necesarias para llevar a término la financiación del proyecto. En términos semejante, FERNÁNDEZ-PICAZO / DEL PESO / ELORZA, *Tratado de energías renovables* (2010) 388, señalan que se trata de hacer una "revisión exhaustiva de la válida titularidad de los derechos, permisos, licencias y autorizaciones y activos por parte de la Sociedad Proyecto, para la determinación de los riesgos asociados al Proyecto, a cuyo efecto se realiza una revisión o *due diligence* desde un punto de vista técnico, legal y de seguros".

³² FERNÁNDEZ-PICAZO / DEL PESO / ELORZA, *Tratado de energías renovables* (2010) 389. V. LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 532-5, para la documentación más relevante que se suele revisar en la *due diligence*.

³³ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 120: "El Modelo financiero es un documento preparado conjuntamente por los promotores y las entidades financiadoras en el que se realiza, por una parte, una estimación precisa de la inversión total del Proyecto desglosada por conceptos y, por otra parte, una estimación de los gastos e ingresos del Proyecto a partir de la entrada en explotación del mismo". Para LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 531-2, el modelo financiero es un documento "elaborado por la entidad de crédito principal (*lead manager*) que contiene los cálculos que dicha entidad ha efectuado sobre la base de las expectativas que genera el proyecto financiado, teniendo en cuenta, además, los costes y gastos en que el proyecto ha de incurrir al menos durante la vida de la financiación".

³⁴ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 120, los ratios de cobertura relacionan "los ingresos estimados del Proyecto para cada período y el servicio de la deuda de dicho período. En este sentido, las entidades financiadoras limitarán el importe total de la financiación a un importe tal que permita mantener unos ratios de cobertura

10. **Comprobación legal.-** El asesor jurídico estudia la constitución de la *Sociedad Proyecto* y su ajuste a la normativa aplicable.³⁵ Además, analiza los *contratos suscritos* por la Sociedad Proyecto para la ejecución y explotación del Proyecto: construcción, explotación y mantenimiento.³⁶ Finalmente, hace una comprobación jurídico-administrativa, que tiene como objeto los *permisos, licencias y autorizaciones* que se requieren de parte de las administraciones así como de los *requisitos legales* que tiene origen en las regulaciones sectoriales (medioambientales, etc.).

11. **Comprobación de los riesgos asegurables.-** Con la intervención del asesor de seguros, se consideran los riesgos de ejecución y explotación del proyecto junto a sus posibilidades de aseguramiento, emitiendo un informe que se incluye como anexo al contrato de crédito. La Sociedad Proyecto se obliga a cumplir su contenido, debiendo suscribir y mantener en vigor los seguros previstos por el asesor de seguros en su informe.³⁷

12. **Calificación final del Proyecto.-** A partir del examen de los distintos informes, el Proyecto obtendrá una calificación global que permitirá a las Entidades Financieras determinar el importe de la inversión global, distinguiendo, de un lado, los recursos que facilitarán las Entidades Financieras del Proyecto y, de otro, los compromisos y garantías que van a ser exigidas al Promotor del negocio.³⁸ En particular, los bancos van a analizar el *Riesgo Proyecto* o riesgo que las Entidades Financieras aceptan asumir a cambio de una contraprestación económica y de determinadas garantías financieras.³⁹

del servicio de la deuda mínimo y medio durante toda la vida de la financiación". La virtualidad de los ratios consiste en "facilitar el control de la correcta evaluación del proyecto en su fase de explotación y procurar a los financiadores herramientas que permitan conocer el estado del proyecto, la capacidad para generar recursos necesarios para atender el servicio de la deuda y poder poner el funcionamiento mecanismos correctores que garanticen la viabilidad del proyecto"; AZPITARTE, *RDBB*, núm. 81 (2001) 118; LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 532.

El asesor técnico valida "las estimaciones que sirvan de base para determinar los ingresos de explotación del Proyecto; así, en el caso de un Proyecto eólico, se validará el estudio del viento realizado por los promotores o en un Proyecto de una infraestructura de transporte (autopista u otros) se validará el estudio de tráfico realizado por los promotores"; ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCCom*, núm. 51 (2009) 120; FERNÁNDEZ-PICAZO / DEL PESO / ELORZA, *Tratado de energías renovables* (2010) 389.

³⁵ El objeto social y actividad consistirá exclusivamente en la ejecución y explotación del proyecto; FERNÁNDEZ-PICAZO / DEL PESO / ELORZA, *Tratado de energías renovables* (2010) 390. Además de revisar la documentación la regular constitución de la Sociedad Proyecto, resulta conveniente analizar, entre otros aspectos, los pactos de parasociales y los poderes de representación relativos a la SPV; LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 533.

³⁶ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCCom*, núm. 51 (2009) 121: Los asesores legales de las entidades financiadoras no se limitan a realizar una revisión de los contratos, sino que participan "activamente en su redacción y negociación a fin de introducir las previsiones contractuales necesarias para cubrir todos los riesgos del Proyecto". V. LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 533-4.

³⁷ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCCom*, núm. 51 (2009) 121; FERNÁNDEZ-PICAZO / DEL PESO / ELORZA, *Tratado de energías renovables* (2010) 389.

³⁸ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCCom*, núm. 51 (2009) 121.

³⁹ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCCom*, núm. 51 (2009) 121: "El riesgo Proyecto podemos denominarlo como el riesgo económico asociado a la consecución y

Este análisis tiene como objeto el contenido de los contratos del Proyecto (ejecución de obras, prestación de servicios, suministro, compraventa) con el fin de asignar o redistribuir los riesgos entre todas las partes que desarrollan el Proyecto. Las obligaciones de cada una de las partes, así como los plazos y garantías asumidos, constituyen el marco contractual general sobre el que se determina la financiabilidad del Proyecto. Por esta razón el estudio previo de idoneidad de los contratos es determinante de la valoración positiva del proyecto.⁴⁰

II. CONTRATOS DE EJECUCIÓN Y EXPLOTACIÓN DEL PROYECTO

1. Contratos para la construcción del Proyecto

13. **Tipología de contratos.**- El contrato para la construcción de las instalaciones del Proyecto presenta una especial relevancia por ser la principal inversión del Proyecto, por constituir la principal garantía para las Entidades Financieras y por ser el antecedente temporal de la explotación del negocio, sin el cual no existen ingresos futuros.⁴¹ Por estas razones, la certeza de la finalización de las obras constituye uno de los elementos clave para reducir la incertidumbre financiera. En este sentido, dentro de las modalidades de contratos de construcción al uso (obra civil, suministro de instalaciones, llave en mano, etc.), los contrato *llave en mano* tienden a reducir la incertidumbre. El hecho de tener a única contraparte en un proyecto que presenta una elevada complejidad técnica, genera mayor confianza, pues reduce el número de contratantes y con ello los costes de negociación y de litigiosidad.⁴²

14. **Principales condiciones contractuales.**- El momento de transmisión de *la propiedad y del riesgo* debe regularse con detalle, en la medida que la Sociedad Vehículo adquiere la propiedad de las instalaciones y el riesgo sobre las mismas y, en contraprestación, debe hacer efectivo al contratista el pago del precio estipulado.⁴³ En segundo lugar, el contrato debería regular el *coste máximo de las obras*, de forma que sólo sea revisable en supuestos especiales. En caso de modificación del precio por acuerdo entre las partes, la

posterior explotación del negocio financiado". Tal como allí se indica, a título de ejemplo, "en relación con un parque eólico, el riesgo derivado de la incertidumbre asociada a la construcción y puesta en marcha exitosa del parque eólico en determinado plazo (el denominado 'riesgo construcción') y, una vez puesto en marcha el parque, los asociados a su correcta operación y mantenimiento y los derivados de la venta de la electricidad generada por la instalación (el 'riesgo operación')".

⁴⁰ A saber, la compra de los terrenos en un plazo determinado, la construcción de las instalaciones en el momento fijado, etc.

⁴¹ CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 98-100. AZPITARTE, *RDBB*, núm. 81 (2001) 110, subraya la relevancia del contrato de construcción "por su elevado coste, por la gran cantidad de riesgos que pueden presentarse durante la etapa de construcción y por la dificultad de asignarlos y mitigarlos".

⁴² AZPITARTE, *RDBB*, núm. 81 (2001) 110, ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 123; WONG / MARKS, *Energy and Environmental Project Finance* (2010) 147-150; LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 533.

⁴³ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 124; CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 99.

Sociedad Vehículo necesitará el consentimiento previo de las Entidades Financieras.⁴⁴ Por otro lado, el contrato establece que el constructor debe garantizar que las instalaciones *cumplan con los requisitos técnicos* necesarios así como establecer un período de garantía suficiente.⁴⁵ Los contratos para la construcción de las instalaciones del Proyecto establecen las *garantías financieras* que correspondan, tales como aval bancario o seguro de caución que garanticen el cumplimiento de las obligaciones del constructor.⁴⁶ El *plazo final* de construcción junto a las *penalidades por demora* y eventuales supuestos de resolución anticipada que aseguren el reintegro, en su caso, de la deuda financiera.⁴⁷ Otras cláusulas usuales se refieren a la facultad de ceder a las Entidades Financieras los *derechos sobre penalidades* por incumplimiento del constructor y, en particular, la aceptación de la pignoración de los derechos de crédito en favor del sindicato bancario.⁴⁸

2. Contratos de la fase de operación y mantenimiento, compraventa y suministro

15. **Contrato de operación y mantenimiento o gestión.**- Finalizada la fase de construcción de las instalaciones del proyecto, el negocio empieza su funcionamiento operativo por lo que precisa de la contratación de los servicios de operación y mantenimiento que permitan la generación de ingresos.⁴⁹ Uno de los contenidos relevantes del contrato reside en el *deber del operador o gestor de informar* periódicamente al propietario de los resultados de su gestión. Además, el operador se obliga a *asegurar los riesgos* derivados de su actividad, con independencia de que el propietario también contrate sus propias

⁴⁴ AZPITARTE, *RDBB*, núm. 81 (2001) 111, CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 99.

⁴⁵ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 124.

⁴⁶ Sobre el seguro de caución, v. CARRASCO / CORDERO / MARÍN, *Tratado de los derechos de garantía* (2002) 435-446.

⁴⁷ AZPITARTE, *RDBB*, núm. 81 (2001) 111-2; CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 96.

⁴⁸ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 125. Una solución distinta a la ofrecen las garantías, pero con resultados efectivos sobre el control sobre ciertos derechos de la Sociedad Proyecto, se obtiene mediante la participación directa de las entidades de crédito en los contratos del proyecto. Un acuerdo de esta naturaleza "no es una pignoración ni una cesión de los derechos del propietario bajo el contrato de construcción... En el acuerdo directo se otorga una serie de derechos que no existen previamente, como son un derecho del banco de recibir comunicación por parte del contratista en los supuestos de incumplimiento del propietario o recibir otros tipos de información directamente del contratista (y no a través del propietario), como pueden ser suspensiones de las obras, daños, ocurrencia de supuesto de fuerza mayor y, sobre todo, un preaviso antes de que el contratista vaya a proceder a la denuncia y terminación anticipada del contrato por causa de incumplimiento del propietario"; CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 116.

⁴⁹ CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 95, señala que con el hito de la puesta en marcha y cumplimiento de las condiciones previamente estipuladas, comporta el reconocimiento por el banco de "la finalización de la construcción, lo que dará lugar a la terminación del período de disposición de la financiación... y así mismo comenzará el pago de los intereses (tanto si estos han sido capitalizados como si simplemente ha existido un período de carencia durante la fase de construcción) y la amortización periódica del préstamo, pues el proyecto ya puede generar ingresos".

pólizas.⁵⁰ Cuando el *mantenimiento de las instalaciones* se presta por terceros, los contratos deben ser valorados por las Entidades Financieras para minimizar el riesgo derivado de la explotación de la planta.⁵¹

16. Contratos de venta.- La venta del producto final genera flujos de caja a la Sociedad Vehículo e, indirectamente, a las Entidades Financieras les permite recuperar su inversión con el cobro de la deuda.⁵² En este punto se pueden distinguir dos tipos de situaciones. En primer lugar, se distinguen los Proyectos de generación de energía eléctrica renovable cuya legislación faculta a vender al sistema el producto final, por el hecho de estar sujetos al *régimen especial*.⁵³ En este caso, los distribuidores tiene la obligación de adquirir la electricidad al precio legalmente establecido. Frente a estos proyectos, aquellas iniciativas empresariales que *no tienen la venta asegurada* por la legislación (por ejemplo, en el ámbito de la energía, el etanol, los biocarburantes, el biodiesel, etc.) se plantean alternativas que les permita suscribir contratos de venta a largo plazo que asegure un flujo de ingresos durante la vida del Proyecto. Si los contratos a largo plazo no son posibles, la suscripción de contratos a corto plazo podrá comportar garantías adicionales de aseguramiento. Si la demanda es limitada, las Entidades Financieras pueden sugerir que los contratos de compraventa establezcan en sus cláusulas que el "comprador se obliga a adquirir un importe fijo a precio cerrado, lo que permitirá al Proyecto una importante estabilidad en su cuenta de ingresos".⁵⁴

17. Contratos de suministro.- Las plantas de producción de energías renovables necesitan distintas fuentes de aprovisionamiento, ya sea de energía, gas, agua y materias primas.⁵⁵ Desde la perspectiva del sindicado de financiación del proyecto, la suscripción de contratos de suministro con los proveedores debe ajustarse al plazo de vida del contrato de crédito. Uno de los temas centrales que se plantean en los contratos de suministro se relaciona con la mejor forma de asegurar la compra de materia prima (cereal, aceite, purines, etc.). Las soluciones al uso suelen ser los *acuerdos 'take or pay' (compra o paga)* según los cuales "el comprador paga por el producto con independencia de que le sea suministrado, siempre y cuando haya sido puesto

⁵⁰ AZPITARTE, *RDBB*, núm. 81 (2001) 114-5; CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 101.

⁵¹ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCCom*, núm. 51 (2009) 125; WONG / MARKS, *Energy and Environmental Project Finance* (2010) 151-2.

⁵² WONG / MARKS, *Energy and Environmental Project Finance* (2010) 145-7; 152-3; LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 534.

⁵³ V. supra, §4.

⁵⁴ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCCom*, núm. 51 (2009) 126; CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 104. En virtud de los denominados contratos *take or pay* "el comprador del producto final acepta comprar dicho producto y pagar por él el precio pactado, aún cuando el producto no se le entregue por cualquier motivo, hasta una cifra máxima establecida que suele coincidir con los pagos pactados a la fecha por la SVP con las entidades de crédito en virtud el contrato de financiación"; LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 534.

⁵⁵ En algunos casos, el contrato de gestión puede englobar los suministros; v. CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 103.

a su disposición por el vendedor".⁵⁶ La particularidad de estos contratos consiste en que ambas partes se obligan, uno a vender, el otro a comprar, y de esta forma garantizan el suministro necesario para la producción continuada de la empresa. Si se trata de un mercado de aprovisionamiento que ofrece dudas sobre su estabilidad ya sea en precio como en cantidades, las Entidades Financieras pueden sugerir la suscripción de *contratos de suministro para toda la vida del Proyecto*. En estas condiciones se obliga al vendedor a una disponibilidad o producción mínima de la materia prima para que garantice el buen funcionamiento de la planta durante la duración del contrato de crédito. Si la incertidumbre se encuentra en el precio, sus oscilaciones pueden ser mitigadas a través de la suscripción de *contratos de cobertura de precios* de materias primas.⁵⁷

3. Contratos de seguros y otros contratos

18. **Contratos de seguro.-** La Sociedad Vehículo se obliga ante las Entidades Financieras al aseguramiento de los riesgos asociados al Proyecto. A estos efectos debe contratar seguros de construcción y explotación del Proyecto. Tales contratos de seguros serán examinados por el asesor de seguros nombrado por el sindicato de financiadores con el objeto de valorar la adecuación de su contenido a las necesidades financieras del Proyecto.⁵⁸ A la par, las Entidades Financieras tienen un especial interés en las indemnizaciones que se deriven de los riesgos asegurados. De ahí que las Entidades Financieras tendrán interés en que la Sociedad Vehículo se comprometa a destinar tales indemnizaciones a amortizaciones anticipadas o a otros fines complementarios.⁵⁹

19. **Contratación inmobiliaria.-** Entre otros contratos que plantean relevancia para la financiación del Proyecto, destacan los de arrendamiento de los bienes inmuebles, siendo de particular interés los que tienen como objeto a los terrenos sobre los cuales se instala la planta.⁶⁰ En estos casos, resulta fundamental que el plazo de arrendamiento coincida, al menos, con el periodo

⁵⁶ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCCom*, núm. 51 (2009) 125-6. V. AZPITARTE, *RDBB*, núm. 81 (2001) 116-7, diferenciando entre los acuerdos típicos *pass through* de los *take or pay*.

⁵⁷ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCCom*, núm. 51 (2009) 126.

⁵⁸ V. *supra*, §12.

⁵⁹ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCCom*, núm. 51 (2009) 127.

⁶⁰ V. FERNÁNDEZ-PICAZO / DEL PESO / ELORZA, *Tratado de energías renovables* (2010) 416-22, el análisis sobre los derechos para las instalaciones sobre suelo rústico y sobre derechos para las instalaciones sobre cubiertas en proyectos de energías renovables. CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 102, destaca la relevancia del suelo para el proyecto, al señalar que no es posible "cambiarlo por otro suelo a mitad del proyecto, y la pérdida del derecho de uso del suelo a mitad del proyecto puede significar la muerte del proyecto. Es por ello, que un propietario va a necesitar un contrato que le garantice el uso a largo plazo, sin posibilidad de revocación por parte del titular de dicho suelo... así como un control del precio, de forma que este suponga un gasto fijo o calculable a largo plazo, sin que pueda verse sometido a variaciones inesperadas...".

de deuda financiera. Un caso singular lo ofrece el denominado arrendamiento operativo para proyectos de energía solar fotovoltaica.⁶¹

III. CONTRATOS FINANCIEROS Y DE GARANTÍAS

1. El contrato de crédito sénior

20. **Introducción.**- El contrato de crédito cumple una doble función. Por un lado, canaliza la financiación de las Entidades Financieras a la Sociedad Proyecto; por otro, reglamenta las obligaciones que asume la Sociedad Proyecto frente a las Entidades Financieras durante la vida del contrato.⁶² La financiación puede tener la modalidad de *préstamo o de crédito*.⁶³ Sin embargo, normalmente se concreta en la segunda modalidad para facilitar los

⁶¹ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 127: Tales contratos los "firman las sociedades explotadoras (cada una titular de una instalación de 100 kw, sujeta, hasta ahora, al Real Decreto 661/2007) con la sociedad titular de la instalación para el arrendamiento de la operación de la instalación fotovoltaica".

⁶² ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom* (2009) 128. La financiación se estructura según las necesidades del proyecto, atendiendo a las fases de construcción y operación; "durante la fase de construcción (en la que se dispone la financiación) el riesgo de crédito es mayor y también lo es el tipo de interés, mientras que en la fase de operación, tras conseguirse el hito financiero de la puesta en marcha, ya no hay disposiciones (pues la construcción ha finalizado) y se comienzan a pagar los intereses y a amortizar el capital"; v. CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 105.

⁶³ En relación a los contratos financieros V. CORTÉS, *Lecciones de contratos y mercados financieros* (2004) 105 ss. y CORTÉS, *Curso de Derecho mercantil* (2007) 523 ss. Sobre la mercantilidad de las operaciones bancarias, GARRIGUES, *Contratos bancarios* (1975) 6-7, ya señalaba que el hecho de que tales operaciones estén "mencionadas en el Código de comercio [arts. 175, 177; 199 y 212] quedan sometidas automáticamente a su imperio, es decir, a las normas que ese Cuerpo legal contiene. Y estas normas son, precisamente, las que integran en nuestro ordenamiento la rama del Derecho que llamamos Derecho mercantil (...). [C]omo todos los actos incluidos en dicho texto legal merecen el calificativo de actos de comercio según la definición del art. 2, es indiscutible el carácter mercantil que tienen las operaciones bancarias en nuestro Derecho positivo" (p. 11).

Sobre los contratos de préstamo bancario, v. CORTÉS, *Lecciones de contratos y mercados financieros* (2004) 107. Allí se analiza la incertidumbre derivada del criterio legal contenido por el 311 CdC y la doctrina del Tribunal Supremo (Sentencias de 9-5-1944 y 20-11-1985; RDGDN 1-2-1980). "El carácter mercantil del contrato se hace descansar, así, a la postre, en la intervención de un empresario en el mismo: el préstamo será mercantil cuando se realice por quien tenga por objeto de su actividad la concesión de préstamos o cuando, quienquiera que sea el prestamista, se reciba por un empresario con destino al comercio o industria que realiza" (id., p. 107). V. GARRIGUES, *Contratos bancarios* (1975) 185, 187 y 192; AÑOVEROS / SASTRE / TUSQUETS, *Las operaciones bancarias de activo* (2007) 43-6.

Sobre la apertura de crédito, CORTÉS, *Lecciones de contratos y mercados financieros* (2004) 124, señala que "es un contrato por el que la entidad de crédito se obliga, durante un cierto plazo y hasta una cantidad determinada, a poner a disposición del cliente la suma o sumas de dinero que le demande y a realizar otras prestaciones pactadas en el contrato". En este sentido, la "función económica del contrato es asegurar al cliente o acreditado no la disposición, sino la *disponibilidad* de una cierta suma o crédito, de la que podrá hacer uso, durante el tiempo pactado, en el modo y cuantía que precise" (id., p. 124). V. GARRIGUES, *Contratos bancarios* (1975) 224; CACHÓN, *Contratos bancarios y parabancarios* (1998) 550-1; AÑOVEROS / SASTRE / TUSQUETS, *Las operaciones bancarias de activo* (2007) 175-7.

pagos de la construcción de las instalaciones del Proyecto.⁶⁴ Tales contratos se les denomina *sénior* por ser de mayor jerarquía o preferencia frente a otros instrumentos financieros de la operación.⁶⁵ En este sentido, la financiación *sénior* tiene preferencia frente a la deuda subordinada.⁶⁶ La financiación a través del contrato de crédito se remunera a través de dos instrumentos. De un lado, las *comisiones de apertura* que retribuyen la suscripción del crédito. De otro, el *tipo de interés*, como remuneración variables, habitualmente indexado al EURIBOR o en el MIBOR.⁶⁷

21. Condiciones de disposición.- Los contratos de crédito establecen una serie de condiciones a la Sociedad Vehículo para que pueda acceder a los fondos del Crédito.⁶⁸ Unas condiciones determinan la *disponibilidad del Crédito por primera vez*. Este tipo de cláusulas contractuales pretenden asegurar que el Proyecto reúne los requisitos necesarios para ser financiado. Entre las condiciones que afectan a este estadio de la financiación, se encuentran las valoraciones positivas de los asesores y peritos que hacen las comprobaciones técnicas, legales y de riesgos; la obtención de los permisos y autorizaciones administrativas correspondientes; la constitución de las garantías reales pactadas entre las partes, etc. Un segundo grupo de condiciones se refiere a las *disposiciones que se van a realizar con cargo al Crédito*. Estas cláusulas persiguen, por una parte, la finalidad de asegurar que los fondos se destinan a la ejecución del Proyecto. En este sentido, las disposiciones suelen realizarse contra la presentación de la correspondiente certificación de obra, diligenciada por el asesor técnico de la parte financiadora.⁶⁹ Por otra parte, estas condiciones tratan de asegurar que la viabilidad financiera del Proyecto sigue manteniendo sus bases originales, sin que se hayan dado cambios significativos que puedan modificarlas. En esta dirección, es común que el Contrato de Crédito incluya cláusulas que contemplen que la disposición solicitada queda sujeta al cumplimiento de los plazos esenciales previamente establecidos.⁷⁰ Para ello, los asesores técnicos de las Entidades Financieras comprobarán que la ejecución del Proyecto se hace cumpliendo el calendario previsto.

22. Obligaciones distintas al pago.- Una serie de obligaciones de información, de hacer y de no hacer dirigidas a la Sociedad Vehículo

⁶⁴ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCCom*, núm. 51 (2009) 128; VAÑÓ, *El contrato de 'Project finance'* (2002) 158-172.

⁶⁵ DE MUNS / SAAVEDRA, *RDMV*, núm. 10 (2012) 174; CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 104-5.

⁶⁶ Además de la financiación sindicada *sénior*, existen otras estructuras complejas de financiación. SCHERER, *Energy and Environmental Project Finance* (2010) 355, 369-377, analiza diferentes tipos de financiación subordinada: *traditional mezzanine financings*, *secured mezzanine financings*, *second lien financings*, *reciprocal collateral layering*, *unitranche transactions*, *synthetic layering deals* y *upside-down layering structures*.

⁶⁷ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCCom*, núm. 51 (2009) 128, 130.

⁶⁸ CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 105.

⁶⁹ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCCom*, núm. 51 (2009) 131.

⁷⁰ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCCom*, núm. 51 (2009) 131, señalan con ejemplo, a los Proyectos fotovoltaicos cuya entrada en explotación en una fecha comporta el reconocimiento de la percepción de una determinada tarifa.

reglamentan el Contrato de Crédito en favor de las Entidades Financieras y cuyo incumplimiento puede comportar la *resolución anticipada* de la financiación.⁷¹ Estas cláusulas cumplen, entre otras, las siguientes finalidades.⁷² Primero, vigilar la observancia de las obligaciones de la Sociedad Vehículo durante la vida del Contrato de Crédito. Segundo, disuadir la realización de actividades distintas a la construcción de las instalaciones y la explotación del Proyecto con el objeto de evitar riesgos no previstos y de canalizar los ingresos hacia el pago del Crédito. Tercero, evitar que se suscriban contratos que no estén previamente aprobados por las Entidades de Crédito. Cuarto, garantizar que los pagos realizados a terceros son derivados exclusivamente de gastos operativos necesarios para la explotación del Proyecto. Finalmente, impedir que la Sociedad Vehículo haga transferencias a los socios (pago dividendo, amortizaciones de capital, pago de intereses de préstamos subordinados, etc.) que no hayan sido pactadas previamente con las Entidades Financieras.⁷³

23. Regulación del sindicato de Entidades Financieras.- El conjunto de Entidades Financieras que conceden el Crédito establece una mínima organización para gestionar su relación con la Sociedad Vehículo.⁷⁴ Por una parte, el sindicato designa a una de las entidades como *Banco Agente*, con el objetivo de realizar las tareas de centralizar los pagos y los cobros con la sociedad deudora y para que sea su interlocutor representado a las distintas entidades sindicadas.⁷⁵ Por otra parte, en su relación interna, las Entidades

⁷¹ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 132. V. MÍNGUEZ / SANTIAGO, *RDMV*, núm. 11 (2012) 106-8, para las obligaciones de hacer y no hacer de los socios en los contratos de apoyo de los socios.

⁷² ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 132. Entre las obligaciones que debe cumplir el prestatario, se incluyen las de aportar información periódica sobre la explotación del proyecto, cuentas anuales y de gestión, así como otras cuentas que permitan controlar los flujos de caja y el mantenimiento de los ratios financieros, incidencias sobre los contratos, eventuales daños, cumplimiento de los términos de las licencias y contratos; v. CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 106-7; AZPITARTE, *RDBB*, núm. 81 (2001) 118-9.

⁷³ MÍNGUEZ / SANTIAGO, *RDMV*, núm. 11 (2012) 107, señalan que la distribución de dividendo está condicionada a la exigencia de "un ratio mínimo de cobertura del servicio de la deuda -que, en definitiva, mide la capacidad de la sociedad para repagar su deuda financiera con la tesorería que genere-".

⁷⁴ HOFFMAN, *The Law and Business of international project finance* (2008) §5.04[1], señala que el importe de deuda requerido en los grandes proyectos precisa la reunión de varios prestamistas, ya sea porque individualmente no tienen la capacidad financiera necesaria, ya sea porque deciden limitar la exposición a los riesgos de la financiación. V. DE MUNS / SAAVEDRA, *RDMV*, núm. 10 (2012) 163-4.

⁷⁵ Sobre el préstamo sindicado, v. CORTÉS, *Lecciones de contratos y mercados financieros* (2004) 116-9; v. allí la distinción entre el banco director de la operación y el banco agente, que no necesariamente ha de coincidir en una misma entidad. El banco agente "desarrolla, por mandato o encargo de las entidades participantes, la tarea de procurar la correcta ejecución del contrato (recibir la información económica financiera que deba proporcionar al prestatario a lo largo de la vida del préstamo o percibir los abonos, distribuirlos, realizar notificaciones, etc.) y, en general, efectuar el seguimiento de la relación con el cliente hasta su terminación". HOFFMAN, *The Law and Business of international project finance* (2008) §5.04[1-5] distingue entre *arranging bank*, *managing bank*, *agent bank*, *engineering bank* y *security agent*. Este autor entiende que el banco agente es responsable de la administración del crédito y de las garantías; controla las disposiciones de fondos, vigila el

Financieras pueden establecer reglas de *funcionamiento mayoritario* para resolver algunos asuntos relevantes.⁷⁶ Entre estos temas se encuentra la modificación de alguna de las condiciones que sujetan la parte deudora (por ejemplo, la autorización para excusarla del cumplimiento de obligaciones distintas a las del pago). En defecto del criterio de la mayoría, cada una de las Entidades Financieras puede bloquear el acuerdo.⁷⁷

2. Otros contratos financieros

24. Contrato de crédito IVA.- Este contrato puede ser estructurado como un tramo del crédito sénior o como un contrato independiente, aunque en el segundo caso, el contrato de financiación IVA está estrechamente relacionado con la financiación sénior.⁷⁸ En virtud de este contrato, las entidades que financian el Proyecto facilitan los recursos necesarios a la Sociedad Vehículo para abonar los pagos de IVA devengados. A estos efectos, el contrato de crédito IVA se podrá amortizar con cargo a las devoluciones de IVA soportado.⁷⁹ Las garantías habituales de la financiación IVA suelen ser específicas, tales como la prenda sobre los derechos de crédito a la devolución del IVA de la administración tributaria y la prenda sobre la cuenta IVA destinada a la recepción de las devoluciones de IVA de la administración tributaria.⁸⁰

25. Otras líneas de crédito o de aval.- La Sociedad Vehículo puede tener necesidades financieras que precisen líneas de crédito específicas para circulante, avales o descuento de subvenciones. En tales casos, las Entidades Financieras participan bajo el principio de igualdad de condiciones, para evitar desigualdades que afecten al riesgo financiero global del Proyecto. En esta misma dirección, los créditos complementarios se benefician tanto del Contrato de Crédito de Tipos de Interés como de las garantías reales de la operación.⁸¹

26. Contratos de cobertura de riesgos de tipos de interés.- A fin de asegurar la estabilidad en los costes, la Sociedad Proyecto suscribe con las Entidades Financieras contratos de derivados financieros de *permuta de tipos de interés*. A través de estos contratos, se quiere garantizar que eventuales fluctuaciones de los tipos de interés de referencia del crédito no aumenten los

cumplimiento de los acuerdos con el acreedor, establece las comunicaciones e intercambia información con la Sociedad Vehículo. V. AMESTI, *Derecho del Mercado Financiero* (1994) 408, 415; ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 133; DE MUNS / SAAVEDRA, *RDMV*, núm. 10 (2012) 164, 170 y 184.

⁷⁶ HOFFMAN, *The Law and Business of international project finance* (2008) §5.04[3] señala que el Banco Agente reúne a los miembros del sindicato cuando se requiere tomar una decisión por votación, como puede ser el caso en que se tiene que declarar un impago o aprobar modificaciones de los contratos de crédito, y comunica las decisiones al acreedor.

⁷⁷ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 133.

⁷⁸ A título de ejemplo, "el vencimiento anticipado de una de las dos financiaciones resulta siempre en el vencimiento anticipado de la otra"; CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 108.

⁷⁹ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 130; MÍNGUEZ / SANTIAGO, *RDMV*, núm. 11 (2012) 98.

⁸⁰ CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 108. Sobre la prenda de derechos de crédito, v. infra III.4 n. 35.

⁸¹ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 128-9.

gastos financieros de la deudora.⁸² La cobertura financiera de una operación sujeta al Derecho español se facilitará bajo el Contrato Marco de Operaciones Financieras (CMOF) de la Asociación Española de Banca, mientras que si se aplica a operaciones internacionales, se utilizará el contrato marco de la *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA).⁸³

3. Garantías personales de los Promotores o Sponsors

27. Compromisos de los promotores.- La Financiación de Proyectos ha sido caracterizada tradicionalmente por la financiación sin recurso. Sin embargo, la crisis económico - financiera ha desplazado la financiación con recurso al centro de la financiación del proyecto.⁸⁴ El instrumento básico a través del cual los promotores se obligan frente a las Entidades Financieras es el denominado Contrato de apoyo de los socios (*Shareholders Support Agreement*).⁸⁵ Este contrato presenta una doble finalidad. De un lado, atender a las Entidades Financieras frente a las contingencias previstas en el contrato.⁸⁶ De otro, aportar fondos a la Sociedad Vehículo en caso de necesidad de atender al buen fin del proyecto.⁸⁷ Uno de los aspecto

⁸² ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 129: "se trata por tanto de un derivado financiero de cobertura y no especulativo"; DE MUNS / SAAVEDRA, *RDMV*, núm. 10 (2012) 184-5. MÍNGUEZ / SANTIAGO, *RDMV*, núm. 11 (2012) 98, señalan que recientemente "las entidades que financian el proyecto exigen que la sociedad que lo va a desarrollar suscriba contratos de cobertura de tipos de interés para mitigar el riesgo de variación de los tipos a lo largo del plazo de la financiación y que, en la práctica, se plasman en una permuta de un tipo de interés variable por un tipo fijo, que es el que se utiliza como parámetro en el caso base de la financiación. De este modo, podemos encontrarnos con coberturas que cubran todo el plazo de la financiación, su vida media u otro plazo distinto aceptable para la sociedad del proyecto y las Entidades Financieras". Sobre el uso de derivados en el marco de la financiación de proyectos, v. LOOKADOO / DeSOUSA, *Energy and Environmental Project Finance* (2010) 389.

⁸³ CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 108.

⁸⁴ MÍNGUEZ / SANTIAGO, *RDMV*, núm. 11 (2012) 95. En este sentido, se ha pasado del otorgamiento de "garantías por sobrecostes y retrasos, a la cobertura de las más variadas contingencias que puedan afectar al proyecto". Siguiendo su planteamiento, "las Entidades Financieras, que con anterioridad únicamente exigían a los promotores del proyecto que asumieran unas garantías de sobrecostes y de puesta en marcha en los plazos previstos, hayan pasado a reclamar con frecuencia de los socios toda una serie de compromisos que van mucho más allá de estas eventualidades y que pretenden cubrir casi cualquier tipo de contingencia que pudiera afectar al proyecto, incluso una vez superado el hito del inicio de explotación, que tradicionalmente marcaba el momento temporal a partir del cual no se podía exigir responsabilidad a los socios y las entidades pasaban a asumir en puridad el 'riesgo proyecto'" (id. p. 115). Sin embargo, "lo que no puede el contrato de apoyo es convertirse en una especie de aval a primer requerimiento sin limitación alguna, porque ello significaría su desvirtuación y acabar con la esencia de la que es la financiación de proyectos" (id. p. 116).

⁸⁵ MÍNGUEZ / SANTIAGO, *RDMV*, núm. 11 (2012) 95-116; VAÑÓ, *El contrato de 'Project finance'* (2002) 192-5.

⁸⁶ En circunstancias normales, los compromisos de los socios se dirigen a la etapa en la que la Sociedad Vehículo no puede generar ingresos, motivo por el cual en cuanto da comienzo la fase de operación, se cancelan tales garantías. V. CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 115.

⁸⁷ MÍNGUEZ / SANTIAGO, *RDMV*, núm. 11 (2012) 99-100: los contratos de garantía y apoyo de socios se enfrentan a la "necesidad de cubrir el riesgo de crédito, que no es otra cosa que la hipotética pérdida económica a la que se enfrentarían las Entidades Financieras si sus

destacables de la configuración del contrato de apoyo de los socios reside en que normalmente suele incorporar obligaciones y *garantías a primer requerimiento*.⁸⁸

28. Principales riesgos objeto de cobertura.- Los socios o Sponsors pactan con las Entidades Financieras la aportación de fondos a la Sociedad Vehículo en caso de que se cumplan determinados riesgos. Entre los riesgos típicos de cobertura se encuentra el *retraso en la finalización* de las obras por causa no imputable al Contratista.⁸⁹ También, pueden considerarse los *sobrecostos* no repercutibles a terceros (Contratista, compañía de seguros, etc.).⁹⁰ Otros riesgos están relacionados con la *denegación de licencias* o autorizaciones administrativas necesarias para la ejecución del Proyecto.⁹¹ En el ámbito de las energías renovables, se hace cada día más necesario considerar los *cambios legislativos* que comporten una reducción de los ingresos previstos.⁹² Finalmente, entre los riesgos previsibles, pueden tenerse en cuenta la cobertura de tipos de interés, si bien tales coberturas no se firman necesariamente de forma simultánea a la financiación.⁹³

29. Fianza solidaria.- El contrato de fianza se otorga en beneficio de las Entidades Financieras, para el caso de que la Sociedad Vehículo no pueda cumplir con la obligación principal objeto de garantía (arts. 1822 ss CC; 439 ss. CdC).⁹⁴ El pacto de solidaridad en la fianza comporta el efecto pretendido por las Entidades Financieras de poder dirigirse indistintamente contra cualquiera de los fiadores, haciendo estos renuncia expresa de su beneficios de excusión y de división (arts. 1831 y 1837 CC).⁹⁵ La fianza puede tener un carácter limitado, obligándose los fiadores al pago de una cantidad inferior a la que le resulta exigible al deudor principal (art. 1826.I CC).⁹⁶ Por otro lado, si el

contrapartes en los contratos de financiación no atendieran las obligaciones -principalmente las de pago-, que de estos contratos se derivan.

⁸⁸ Sobre las garantías a primer requerimiento, v. CORTÉS, *Lecciones de Derecho mercantil* (2012) 307-9; CARRASCO / CORDERO / MARÍN, *Tratado de los derechos de garantía* (2002) 337-371. V. también, MÍNGUEZ / SANTIAGO, *RDMV*, núm. 11 (2012) 101-2.

⁸⁹ MÍNGUEZ / SANTIAGO, *RDMV*, núm. 11 (2012) 109. Si la fecha límite no se cumple, "los socios se obligan a aportar fondos propios a la sociedad de proyecto por un importe equivalente a aquel que sea necesario para que proceda la amortización total y anticipada de los contratos de financiación".

⁹⁰ MÍNGUEZ / SANTIAGO, *RDMV*, núm. 11 (2012) 109-10.

⁹¹ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 134, destacan la falta de inscripción en el Registro de Instalaciones de Producción en Régimen Especial (RIPRE). MÍNGUEZ / SANTIAGO, *RDMV*, núm. 11 (2012) 111.

⁹² MÍNGUEZ / SANTIAGO, *RDMV*, núm. 11 (2012) 110. Como ejemplo se citan pérdidas de derecho de tarifa, modificaciones del período de venta de energía, limitaciones a la energía producida y remunerada a la tarifa o vertida a la red, etc.

⁹³ V. supra, § 26. MÍNGUEZ / SANTIAGO, *RDMV*, núm. 11 (2012) 110.

⁹⁴ Sobre el contrato de fianza, v. CORTÉS, *Lecciones de Derecho mercantil* (2012) 301-7; CARRASCO / CORDERO / MARÍN, *Tratado de los derechos de garantía* (2002) 67-305.

⁹⁵ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 135.

⁹⁶ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 135, señalan que si en la *due diligence* aparece una contingencia técnica de la que se deduce una duda razonable sobre la capacidad de producción de una instalación, las partes (Entidades

Promotor - Fiador es una sociedad de capital, deberá incorporar el compromiso de pago que adquiere frente a las Entidades financiadoras de la Sociedad Vehículo a sus cuentas anuales.⁹⁷ Precisamente, este efecto en el pasivo exigible del Promotor ha determinado que se busquen otros medios para asegurar las obligaciones de pago de la sociedad deudora, tales como las cartas de patrocinio y las obligaciones contingentes de aportación de capital.⁹⁸

30. Cartas de patrocinio (*comfort letters*).- A pesar del carácter no directamente exigible de las manifestaciones incorporadas en las cartas de patrocinio, la posición financiera de la Sociedad Vehículo se mejora con el apoyo prestado por los promotores, derivada de su solvencia y reputación en el mercado.⁹⁹ Un primer grupo de *comfort letters* denominadas Cartas Blandas tiene como objeto manifestar que la Sociedad Vehículo pertenece a su grupo y subraya la buena trayectoria financiera de su patrocinada. Un segundo grupo, denominadas Cartas Fuertes, expresan un "compromiso de buen fin de la operación de financiación", manifestando su intención de facilitar a la Sociedad Vehículo, los fondos necesarios para que pueda cumplir con sus obligaciones financieras.¹⁰⁰

31. Obligaciones de aportación de recursos propios.- Los compromisos de los socios siguen dos modalidades típicas. En la *financiación sin recurso*, cuando las aportaciones de fondos se limitan a cumplir con el ratio de apalancamiento.¹⁰¹ En la *financiación con recurso*, los promotores se obligan a aportar fondos propios. El mecanismo usual para este recurso consiste en el *contrato de apoyo de los socios*, mediante el cual los Promotores pueden comprometerse frente a las Entidades Financieras a aportar fondos propios a la Sociedad Proyecto.¹⁰² Este mecanismo de mejora de la solvencia de la entidad deudora se caracteriza por su *carácter contingente*. El deber de aportar,

Financieras, Sociedad Vehículo y el Promotor) pueden acordar una valoración posterior. En tal caso, transcurridos dos años después de la puesta en marcha de la instalación se evidencia el riesgo señalado y consiguientemente los ingresos derivados del Proyecto son inferiores a los esperados, se obligaría a la Sociedad Vehículo a realizar una amortización parcial de la financiación. En tal caso, la obligación del Promotor quedaría limitada a ese tramo de amortización anticipada frente a la totalidad del importe del crédito.

⁹⁷ En virtud del art. 260 LSC, "La memoria deberá contener, además de las indicaciones específicamente previstas por el Código de Comercio, por esta ley, y por los desarrollos reglamentarios de éstas, al menos, las siguientes: (...) Sexta.- a) El importe global de las garantías comprometidas con terceros, sin perjuicio de su reconocimiento dentro del pasivo del balance cuando sea probable que de las mismas se derive el cumplimiento efectivo de una obligación."

⁹⁸ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 135-6.

⁹⁹ Sobre las cartas de patrocinio, v. CORTÉS, *Lecciones de Derecho mercantil* (2012) 309-11; CARRASCO / CORDERO / MARÍN, *Tratado de los derechos de garantía* (2002) 307-336; SÁNCHEZ-CALERO, *Derecho del mercado financiero* (1994) 217 ss.; SÁNCHEZ-CALERO, *RDBB*, núm. 106 (2007) 169 ss.

¹⁰⁰ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 136; CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 115-6.

¹⁰¹ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 129: el ratio de apalancamiento consiste en la relación entre los fondos propios (en forma de capital, prima de emisión o deuda subordinada o participativa aportada por los socios) y la financiación ajena.

¹⁰² MÍNGUEZ / SANTIAGO, *RDMV*, núm. 11 (2012) 102-3.

normalmente, sólo nace en el caso de que se cumplan determinadas condiciones (por ejemplo, costes sobrevenidos, etc.).¹⁰³ En virtud de la obligación de aportación, la Sociedad Vehículo adquiere derechos de crédito frente a su matriz que son pignorados en favor de las Entidades Financieras, con el fin de que éstas puedan reclamar su pago directamente a los socios, en caso de que la deudora incumpla sus obligaciones de pago (art. 1869 CC).¹⁰⁴ Los mecanismos típicos para realizar las aportaciones son las ampliaciones de capital y la concesión de préstamos subordinados.¹⁰⁵ En la modalidad de *aportación de capital*, la preocupación de la parte financiadora se centra en la eventual causa de disolución por pérdida grave de capital de la Sociedad Proyecto (art. 363.1.e LSC).¹⁰⁶ De su parte, la aportación de fondos por la vía de la *deuda subordinada* se caracteriza por el hecho de priorizar la deuda financiera bancaria de forma que ésta tenga preferencia.¹⁰⁷ Con ello, la fecha de vencimiento de la deuda subordinada será posterior a los contratos financieros bancarios.¹⁰⁸ En todo caso, la posición acreedora de los socios resulta postergada frente a la de las Entidades Financieras.¹⁰⁹ Finalmente, los contratos de apoyo de los socios pueden incluir obligaciones de capitalizar o de novar el importe de la deuda subordinada en préstamo participativo a los efectos de su consideración de patrimonio neto para prevenir eventuales casos de disolución por pérdidas.¹¹⁰

4. Garantías reales otorgadas por la Sociedad Vehículo y sus socios o accionistas

32. Garantía real sobre los bienes (muebles o inmuebles) de la Sociedad Vehículo.- Por su propia naturaleza, la Financiación de Proyectos es una

¹⁰³ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCCom*, núm. 51 (2009) 133: la aportación de los fondos suelen estar "condicionadas al acaecimiento de ciertos eventos normalmente hasta la entrada en explotación del Proyecto o bien hasta que se cumpla un determinado hito o plazo posterior a dicha entrada en explotación".

¹⁰⁴ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCCom*, núm. 51 (2009) 137.

¹⁰⁵ Sobre la posibilidad específica de enmarcar en el *project finance* aportaciones a capital de derechos de propiedad industrial y las particularidades de su régimen, v. PÉREZ TROYA, *RDM*, núm. 274 (2009) 1372 ss.

¹⁰⁶ MÍNGUEZ / SANTIAGO, *RDMV*, núm. 11 (2012) 103-4.

¹⁰⁷ CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 117.

¹⁰⁸ MÍNGUEZ / SANTIAGO, *RDMV*, núm. 11 (2012) 104, señalan que los promotores se obligan a no vencer la deuda anticipadamente, "no hacer reclamación judicial o extrajudicial alguna al respecto, no cederla a terceras partes sin consentimiento expreso de la entidad o entidades que financian el proyecto y no solicitar la declaración de concurso de la sociedad de proyecto (salvo obligación legal) mientras haya cualquier cantidad debida bajo los contratos de financiación suscritos con el banco".

¹⁰⁹ Arts. 92.2º (pacto contractual) y 5º (personas especialmente relacionadas) Ley Concursal. V. MÍNGUEZ / SANTIAGO, *RDMV*, núm. 11 (2012) 104, al señalar que es también pacto habitual de los contratos de apoyo el reconocimiento expreso por parte de los socios de que su deuda tendrá carácter subordinado.

¹¹⁰ MÍNGUEZ / SANTIAGO, *RDMV*, núm. 11 (2012) 105; art. 20 RD-L 7/1996, de 7 de junio.

operación financiera que tiende a gravar todos los activos posibles.¹¹¹ Entre las diversas garantías utilizadas, se tiene en cuenta la constitución de un derecho real de *hipoteca* sobre activos de distinta naturaleza susceptibles de valoración y eventual enajenación en el mercado.¹¹² Sin embargo, en el momento inicial no es habitual otorgar garantías reales sobre bienes muebles o inmuebles. Los costes asociados a su otorgamiento (notariales, registrales y fiscales), por un lado, y las limitaciones contractuales de contratar fuera del Proyecto, por otro, son motivos suficientes para que las Entidades Financieras no exijan la formalización de tales garantías.¹¹³ Por esta razón, resulta habitual que las Entidades Financieras prefieran contratar, no garantías, sino *promesas de garantías reales* donde la Sociedad Vehículo se comprometa a constituir y otorgar tales garantías sobre los activos del Proyecto en un momento futuro o en caso de que se cumplan determinadas condiciones o riesgos (financieros o del negocio). Sin embargo, el hecho de que la promesa de garantía sea una obligación contractual y no otorgue derecho o prioridad sobre los activos, comporta una situación de incertidumbre sobre la eventual colaboración de otorgar la garantía prometida por parte de la Sociedad Vehículo. Esta situación explica que normalmente la promesa de constitución de la garantía se complemente con el otorgamiento de un *poder irrevocable por la Sociedad Vehículo* en favor de la Entidad Agente del sindicato bancario, en virtud del cual el agente queda facultado a otorgar y constituir la garantía real sobre sus bienes o derechos, en el caso de que aquella se niegue a cumplir con la obligación de hacerlo.¹¹⁴

33. Prenda sobre las acciones o participaciones.- Las Entidades Financieras incorporan a los contratos con los socios el eventual ejercicio de un derecho real de prenda de las acciones o participaciones de la Sociedad Vehículo.¹¹⁵ A través de este medio, se produce la garantía indirecta de las

¹¹¹ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 138: "existe un principio general... por el cual los financiadores bajo esta metodología deben obtener garantía real sobre todo el patrimonio gravable de la Sociedad Vehículo".

¹¹² Sobre las garantías reales y el contrato de hipoteca, v. CORTÉS, *Lecciones de Derecho mercantil* (2012) 311-22; CARRASCO / CORDERO / MARÍN, *Tratado de los derechos de garantía* (2002) 449-788. LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 542, señalan que las Entidades Financieras tratan de dirigirse sobre derechos de propiedad sobre los terrenos, derechos de superficie, concesiones administrativas, hipoteca mobiliaria sobre instalaciones y maquinaria, etc. Las concesiones administrativas pueden gravarse a través de hipoteca inmobiliaria, teniendo en cuenta que tanto su constitución como su ejecución están sometidas a la autorización de la concedente; v. CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 112. V. ibi, p. 113, la reflexión sobre el diverso tratamiento de los activos fotovoltaicos que, por su naturaleza, les corresponde ser gravados mediante hipoteca mobiliaria, cuando la administración tributaria les otorga la categoría de bienes inmuebles de carácter especial y, por tanto, quedan sujetos al Impuesto de Transmisiones Patrimoniales, en caso de transmisión.

¹¹³ CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 113; ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 138; LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 542.

¹¹⁴ CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 114; ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 139. V. la opinión de ambos autores sobre las acciones de reintegración previstas en el art. 71 de la Ley Concursal.

¹¹⁵ CORTÉS, *Lecciones de Derecho mercantil* (2012) 314-21; CARRASCO / CORDERO / MARÍN, *Tratado de los derechos de garantía* (2002) 899-938.

obligaciones de pago de la deudora.¹¹⁶ En caso de que se produzca el incumplimiento, se plantean distintas alternativas. Una solución pasaría porque el sindicato de bancos adquiriera la titularidad de la Sociedad Vehículo, pasando a gestionar directamente el Proyecto, mediante el control de la sociedad y el nombramiento de administradores de confianza.¹¹⁷ Otra solución podría dirigirse a la adquisición de la Sociedad Proyecto por un tercero que ha sido auspiciado por los bancos.¹¹⁸

34. Prenda sobre derechos de crédito.- La garantía por excelencia de la Financiación de Proyectos es la pignoración de los derechos de crédito derivados de la actividad del proyecto y de los distintos contratos suscritos por la Sociedad Proyecto para su ejecución y explotación.¹¹⁹ El concepto incluye desde los derechos de crédito en sentido estricto, como los derechos sobre los saldos en cuentas bancarias y los derechos de crédito procedentes de los contratos vinculados al Proyecto (construcción, operación, venta,

¹¹⁶ CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 109-110, indica que la prenda no resulta una excepción al principio de recurso limitado, sino que más bien lo confirma: "la prenda posibilita el recurso al proyecto completo para recuperar la financiación, al venderse la sociedad (y, por lo tanto, el proyecto como una unidad) en ejecución de la prenda de acciones / participaciones". Como indican LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 542, con esta garantía se cumple una doble finalidad: "de garantía económica que permita la realización de la misma y su venta en subasta notarial, y de control de la gestión y administración de la propia SPV y en consecuencia, del proyecto".

¹¹⁷ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 139-140. Esta solución puede ser adecuada en los casos en que la masa pasiva de la Sociedad Vehículo sea reducida, lo que permite administrar convenientemente los pagos y evitar situaciones concursales no deseadas.

¹¹⁸ Como indica CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 110, "nuestro derecho no permite el pacto comisorio o adquisición del activo pignorado directamente al ejecutar una garantía real, pero sí es posible adjudicarse dicho activo tras dos subastas desiertas (v. las reglas de los artículos 1872 y ss. del Código Civil y artículos 681 y concordantes de la Ley de Enjuiciamiento Civil) y, en cualquier caso, nada impide al banco financiador recomendar a un tercero amistoso que pueje en ella". Una forma que tienen las entidades de crédito de protegerse frente a los incumplimientos de la Sociedad Vehículo, consiste en los acuerdos de subrogación en la posición contractual del deudor, al menos frente a los derechos de este frente a los terceros con los que contrata. "De esta manera, el banco (o más habitualmente, el tercero designado por éste) pasa a ser propietario bajo el contrato de construcción, estando obligado a efectuar los pagos bajo éste, pero recibiendo a cambio el proyecto bajo el contrato de construcción", v. id., 117. Sobre los denominados contratos *step-in rights*, v. la propuesta del ABA, "Model Consent to Assignment for Project Finance Transactions", *Bus.Law.*, núm. 67-4 (2012). V. también las soluciones que aportan SALOMAO/ MEIRA, *Estudios Carvalhosa* (2013) 296, 308, 310-6, para el Derecho brasileño, cuyo art. 1428 del Código civil de 2002, prohíbe expresamente el pacto comisorio. Sin embargo, la Ley 8.987/95, modificada por la Ley 11.196/2005 de concesiones públicas otorga a los financiadores "el derecho de asumir el control de la concesionaria para promover su reestructuración financiera y asegurar la continuidad de los servicios" (id., 306). V. UNCITRAL, *Legislative Guide on Privately Financed Infrastructure Projects* (2001), *Transfer of controlling interest in the project company*, recomendación núm. 51 y paras 64-68 (pp. 143-5); UNCITRAL *Model Legislative Provisions on Privately Financed Infrastructure Projects* (2004), recomendaciones núms. 36 y 37; UNCITRAL *Legal Analysis on Public-Private Partnerships regarding Model PPP Rules* (2012), *Model Provision*, núm. 37.

¹¹⁹ CARRASCO / CORDERO / MARÍN, *Tratado de los derechos de garantía* (2002) 859-97; VAÑÓ, *El contrato de 'Project finance'* (2002) 197-204; LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 542. Sobre la cesión de derechos de crédito en el contexto de la financiación de proyectos, v. VAÑÓ, *El contrato de 'Project finance'* (2002) 206-249.

arrendamiento, seguros, etc.).¹²⁰ En la medida que la Financiación de Proyectos se basa en la existencia de flujos de caja continuados, éstos se convierte en un activo a considerar entre las garantías potenciales. Ello concuerda con el interés de las Entidades Financieras de ejecutar los *salvos de las cuentas corrientes* abiertas por la Sociedad Proyecto.¹²¹ Otra prenda típica sobre derechos de crédito tienen por objeto las eventuales indemnizaciones procedentes de los *contratos de seguro* que dan cobertura a los activos de la Sociedad Proyecto.¹²²

¹²⁰ Es de considerar que, como se ha considerado más arriba en relación al pacto comisorio, "en Derecho español una prenda de un contrato no otorga al acreedor pignoraticio la posibilidad de subrogarse en la posición contractual del pignorante como parte del contrato 'pignorado', sino únicamente la posibilidad (en ejecución de la prenda) a percibir directamente el cobro del derecho de crédito, o a vender éstos y recobrar (en todo o en parte) la deuda garantizada del precio obtenido por esa venta"; v. CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 110.

¹²¹ ATIENZA / BERASATEGUI / BOTELLA / GUARDO, *CDCom*, núm. 51 (2009) 140-2. LÓPEZ / BARIOS / CASTELL, *Derecho bancario y bursátil* (2012) 543-4, señalan que para tener un control material y efectivo sobre los flujos dinerarios, los cobros y los pagos de la Sociedad Vehículo se realizan mediante cuentas corrientes abiertas en la entidad financiera agente. A través de la fórmula "en ocasiones discutida, de la pignoración de las cuentas, esto es, del derecho de crédito que a favor de la SPV nace por virtud del contrato de cuenta corriente, acompañado de un derecho de compensación automático que podrán ejercer los financiadores en caso necesario. Asimismo, la disponibilidad de las cuentas quedará condicionada a la previa autorización de las Entidades Financieras, con lo que se consigue el doble objetivo de mantener el saldo de las cuentas como garantía preferente y obtener el control efectivo de los fondos del proyecto".

¹²² Como indica CARNERO, *Operaciones mercantiles y productos de inversión* (2011) 111-2, la designación del banco como beneficiario directo de la póliza de seguro constituye una alternativa a la garantía real. De tal forma que a través de este mecanismo el banco "se convierte en parte de la póliza de seguro y le hace titular del derecho a recibir las indemnizaciones pagaderas en caso de siniestro". Otra fórmula con una finalidad semejante constituye la designación del banco financiador como co-asegurado en las pólizas de seguro. "Esto otorga al banco, no solo el derecho a recibir las indemnizaciones, sino otros derechos que tiene el asegurado bajo la póliza, como es el derecho a notificar el siniestro y reclamar el pago de la indemnización".

IV. CONSIDERACIÓN FINAL¹²³

35. Sobre el papel del Derecho de la contratación en la Financiación de Proyectos.- Desde la perspectiva jurídica, la Financiación de Proyectos se presenta como un haz de contratos interdependientes, unos de carácter financiero y otros no financiero. La razón que explica la unidad de sentido de la Financiación de Proyectos se encuentra analizando el fenómeno desde su perspectiva financiera. Desde este prisma, se observa que todos los contratos están unidos a un mismo destino, que consiste en financiar la operación y conseguir el retorno de la inversión financiera en las condiciones programadas.

Esta unidad de fin se lleva a término mediante el recurso al Derecho contractual, que es la *mano invisible* que posibilita que todas las piezas de un puzzle complejo encajen y puedan sostenerse vinculadas durante un amplio periodo de tiempo. El Derecho de los contratos cumple en este marco una diversidad de funciones que se orientan a ejecutar iniciativas empresariales complejas, agrupando a un amplio número de partes implicadas en el proyecto (banqueros, contratistas, clientes, administraciones públicas, etc.), facilitando la concentración de una considerable suma de capital de inversión, con origen tan diverso que los financiadores normalmente tienen que organizarse en un sindicato. Además, la contratación permite conseguir la financiación sin recurso o con recurso limitado de los socios, dirigir una buena parte de los beneficios hacia la satisfacción de la deuda y, en fin, hacer posible que existan beneficios para los sponsors, los contratistas y demás partes implicadas.

Esta operación con diversidad de sujetos, de objetos y de fines, liderada por las Entidades Financieras, permite transformar la incertidumbre en confianza mediante compromisos contractuales que distribuyen y aseguran los riesgos. Al transformar los intereses de las partes y, en particular, los intereses de las Entidades Financieras, en derechos, a través de su *contratación*, surgen problemas jurídicos específicos, relacionados con figuras nuevas y antiguas, susceptibles de interpretaciones que pueden ser objeto de controversia.

Entre otros problemas, se encuentran los relativos a la prohibición del pacto comisorio, la ejecución de saldos en cuentas corrientes, la cesión de indemnizaciones derivadas de contratos de seguros, las cartas de patrocinio, las promesas de garantía futura, la pignoración de derechos de crédito, la deuda subordinada, las garantías a primer requerimiento, los contratos de derivados financieros, etc. Unos problemas se plantean en relación a figuras relativamente nuevas en nuestra tradición contractual, otros se suceden porque impiden la satisfacción de los fines de las partes y otros porque se dan en figuras que no están contempladas expresamente en nuestro ordenamiento. Un análisis contextual de los problemas puede contribuir a su resolución y a facilitar el desarrollo de la Financiación de Proyectos.

¹²³ Este trabajo ha sido desarrollado al amparo del Proyecto de Investigación del Ministerio de Ciencia e Innovación, "Fomento de las energías renovables en el marco de una economía sostenible: régimen administrativo, fiscalidad e instrumentos jurídicos de financiación", con referencia ENE2010-22101, cuyo investigador principal es el profesor Manuel Lucas Durán.

V. BIBLIOGRAFÍA

- AMERICAN BAR ASSOCIATION, Section of Business Law, Project Finance and Development Committee, "Model Consent to Assignment for Project Finance Transactions (with Commentary)", *The Business Lawyer*, (Bus.Law.) vol. 67-4 (2012) 1193.
- AMESTI MENDIZABAL, Ch., "El contrato de crédito sindicado y el crédito subasta", Alonso Ureba / Martínez-Simancas (dir), *Derecho del mercado financiero*, vol. II, (1994) 401-437.
- AÑOVEROS TRÍAS DE BES, X. / SASTRE PAPIOL, S. / TUSQUETS TRIAS DE BES, F., *Las operaciones bancarias de activo*, Olivencia / Fernández-Nóvoa / Jiménez de Parga, *Tratado de Derecho mercantil. Las entidades de crédito y sus operaciones*, Tomo XXXIX, vol. 2, Marcial Pons, 2007.
- ARIAS BARRERA, L.C., "Perspectiva legal de la financiación de proyectos "Project Finance" y el manejo del riesgo", *Revista de Derecho Privado (RDP)*, núm. 23, julio (2012) 211-243.
- ATIENZA, G. / BERASATEGUI, R. / BOTELLA, M. / GUARDO, J., "La financiación de proyectos de energías renovables", *Cuadernos de Derecho y Comercio (CDCom)*, núm. 51 (2009) 115-142.
- AZPITARTE MELERO, M., "Los contratos como herramienta para mitigar el riesgo en *project finance*", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (RDBB)*, núm. 81 (2001) 105-127.
- BECKER, F. / CAZORLA, L.M. / MARTÍNEZ-SIMANCAS, J. (dir.), *Tratado de energías renovables*, Cizur Menor (Navarra): Aranzadi, 2010, 2 vols: Vol. I Aspectos socioeconómicos y tecnológicos; Vol. II Aspectos jurídicos.
- CACHÓN BLANCO, "El contrato bancario de apertura de crédito", en Nieto Carol, (dir), *Contratos bancarios y parabancarios*, Lex Nova (1998) 537-569.
- CARNERO PRIETO, D. "Project finance", SAAVEDRA / SERRANO (dir.) *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Bosch (2011) 81-119.
- CARRASCO PERERA, A. / CORDERO LOBATO, E. / MARÍN LÓPEZ, M.J., *Tratado de los derechos de garantía*, Aranzadi (2002).
- CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L., "El régimen tarifario de las energías renovables", Becker / Cazorla / Martínez-Simancas (dir.), *Tratado de energías renovables*, Vol. II. Aspectos jurídicos. Aranzadi (2010) 119-146.
- CORTÉS DOMÍNGUEZ, L.J., *Lecciones de contratos y mercados financieros*. Thomson - Civitas, 2004.
- "Contratos bancarios (I y II)", Uría / Menéndez, *Curso de Derecho mercantil*, 2ª ed., Thomson - Civitas (2007) 517-581.
 - "Contratos bancarios", en Menéndez / Rojo, *Lecciones de Derecho mercantil*, Thomson Reuters (2012) 191-228.
 - "Las garantías de la contratación mercantil", en Menéndez / Rojo, *Lecciones de Derecho mercantil*, Thomson Reuters (2012) 299-322.

- DE MUNS YNZENGA, A. / SAAVEDRA ORTIZ, J.J., "Operaciones de financiación sindicada", *Revista de Derecho del Mercado de Valores (RDMV)*, núm. 10 (2012) 161-200.
- FERNÁNDEZ-PICAZO RODRÍGUEZ, M. / DEL PESO GILSANZ, B. / ELORZA BARRTIETA, L., "Financiación de proyectos de energías renovables: Aspectos inmobiliarios propios de los proyectos de energías renovables", Becker / Cazorla / Martínez-Simancas (dir.), *Tratado de energías renovables*, Vol. II. *Aspectos jurídicos*, Aranzadi (2010) 385-423.
- GARCÍA VILLAVERDE, R., (dir), *Contratos bancarios*, Madrid: Civitas (1992).
- GARRIGUES, J., *Contratos bancarios* (1958) 2ª ed. revisada por Sebastián Moll, 1975.
- HOFFMAN, Scott L., *The Law and Business of international project finance*, 3rd ed., Cambridge: Cambridge University Press, 2008.
- KRAMER, A.S. / FUSARO, P. C., *Energy and Environmental Project Finance Law and Taxation: New Investment Techniques*. New York: Oxford University Press, 2010.
- LOOKADOO, Ph. / DeSOUSA, M., "Use of Lien-Supported Financial Derivatives in Project Finance", Kramer / Fusaro (Eds) *Energy and Environmental Project Finance Law and Taxation* (2010) 389-411.
- LÓPEZ AGUDO, C. / BARIOS ASENSIO, A. / CASTELL DEVÍS, J., "Financiación de proyectos (Project finance)", Zunzunegui, (dir), *Derecho bancario y bursátil*, 2ª ed. Madrid: Colex (2012) 519-550.
- MÍNGUEZ, R. / SANTIAGO, P., "El contrato de apoyo de los socios en financiaciones de proyecto. Análisis de la figura y su evolución en un contexto de crisis crediticia", *Revista de Derecho del Mercado de Valores (RDMV)*, núm. 11 (2012) 95-116.
- NIETO CAROL, (dir), *Contratos bancarios y parabancarios*, Lex Nova (1998).
- PÉREZ TROYA, A., "Acerca de la aportación de capital de derechos de propiedad industrial", *Revista de Derecho Mercantil (RDM)*, núm. 274 (2009) 1369-1408.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Las cartas de patrocinio", en Alonso Ureba / Martínez-Simancas, (dir), *Derecho del mercado financiero*. Tomo II. *Operaciones bancarias de gestión. Garantías. Operaciones bursátiles*, Civitas (1994) 217-236.
- "De nuevo, el valor obligacional de las cartas de patrocinio", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (RDBB)*, núm. 106 (2007) 169-185.
- SAAVEDRA ORTIZ, J.J. / SERRANO ACITORES, A., (dir), *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros*, Bosch, 2011.
- SALOMAO NETO, E. / MEIRA LINS, P., "Direito dos financiadores à concessão nas operações de project finance", Martins Kuyven, (coord.), *Temas essenciais de direito empresarial, Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*, São Paulo: Editora Saraiva (2012) 296-317.

- SCHERER, J., "Multitiered Debt Financing Structures and Intercreditor Relationships in Renewable Energy Project Financings", Kramer / Fusaro (Eds) *Energy and Environmental Project Finance Law and Taxation* (2010) 355-388.
- UNCITRAL, *Legislative Guide on Privately Financed Infrastructure Projects*. Prepared by the United Nations Commission on International Trade Law, United Nations, New York, 2001.
- *Model Legislative Provisions on Privately Financed Infrastructure Projects*. Prepared by the United Nations Commission on International Trade Law. New York, United Nations, 2004.
 - *Legal Analysis on Public-Private Partnerships regarding Model PPP Rules*, Prepared by the United Nations Commission on International Trade Law. New York, United Nations, 2012.
- URIA, R. / MENENDEZ, A., *Curso de Derecho mercantil*, 2ª ed., Thomson - Civitas, 2007.
- VAÑÓ VAÑÓ, M.J., *El contrato de 'Project finance'*, Tirant lo Blanch, 2002.
- WONG, K. / MARKS, A., "Overview of the Development and Financing of Renewable Energy Projects", Kramer / Fusaro (Eds), *Energy and Environmental Project Finance Law and Taxation* (2010) 123-158.
- ZUNZUNEGUI, F., (dir), *Derecho bancario y bursátil*, 2ª ed. Madrid: Colex, 2012.